

证券研究报告

半导体



2014 迎来半导体大年，政策支持成催化剂

2013 年 11 月 25 日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	13E	14E	评级
华天科技	0.31	0.46	增持
同方国芯	0.95	1.27	增持
北京君正	0.29	0.38	增持
士兰微	0.13	0.21	增持

相关报告

《BB 值降至 1, 主要为高端需求不佳所致——半导体行业 2013 年 8 月月报》2013-09-02

《BB 值继续高升至 1, 行业景气持续——半导体行业 2013 年 7 月月报》2013-07-26

分析师:

秦媛媛

qinyi@xyzq.com.cn

S0190513070013

刘亮

liuliang@xyzq.com.cn

S0190510110014

投资要点

- **行业处于上升周期，驱动力从 PC 转向移动互联网：**半导体行业与全球 GDP 增速关联度高，全球经济逐步复苏，带动半导体行业平稳增长。从下游来看，预计明年智能终端将成为拉动半导体增长的最大应用。
- **设备资本支出连续下降，供需形势进一步向好：**2012、2013 年全球半导体设备资本支出连续两年下滑，而产能投放较资本支出滞后 1 年，因此，我们预计到 2015 年行业才会再度出现产能快速扩张的情况。2014 年将是需求继续向好，而产能扩张进一步放缓的一年，行业景气度会较今年更好。
- **进口替代空间巨大，政策支持成为投资催化剂：**一方面，国产芯片的供给与市场需求存在着巨大缺口，另一方面中国半导体产值全球占比正在不断提升，进口替代正在发生。其长期驱动力主要来自 1) 本土品牌崛起 2) IC 设计崛起对全产业链的带动 3) 国内半导体产业技术进步。同时，国家对半导体产业愈发重视，更大力度政策有望出台，有利于产业整合，资源集中，提升龙头厂商竞争力，是行业投资催化剂。
- **投资策略：**2014 年全球半导体行业供需形势进一步向好，政策支持是行业投资催化剂，我们继续维持对半导体行业“推荐”评级，重点推荐华天科技、同方国芯、北京君正。按照半导体投资时钟，我们认为在此轮受益中，IC 设计先行，制造、封测同步，设备滞后。IC 设计方面，我们推荐同方国芯(金融 IC 卡国产化受益者)、北京君正(可穿戴设备芯片国内领头羊)、士兰微(唯一的 IDM 厂，研发平台优势)。同时强烈关注展讯和锐迪科的回归。制造、封测方面，我们推荐华天科技(TSV 技术领先者)、长电科技(MIS 封装技术及 bumping+FC BGA 布局)、通富微电(WLP 技术进入高端市场)，积极关注中芯国际(H 股，45nm 已量产)。设备环节，我们建议关注七星电子、大族激光。
- **风险提示：**下游需求低于预期，行业扩张超预期，政策支持力度低于预期。

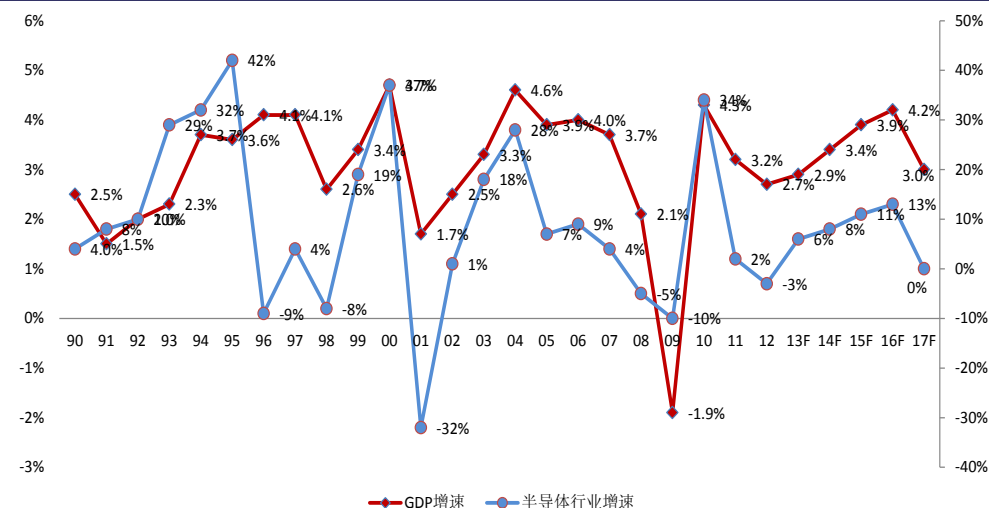
目 录

1、行业处于上升周期，驱动力从 PC 转向移动互联网.....	3 -
2、设备资本支出连续下降，供需形势进一步向好.....	4 -
3、进口替代空间巨大，政策支持成为投资催化剂.....	5 -
4、投资策略.....	8 -
5、风险提示.....	9 -
图 1、1990-2017F 半导体行业增速 VS 全球 GDP 增长.....	3 -
图 2、2008 年半导体下游应用结构.....	3 -
图 3、2014 年半导体下游应用结构.....	3 -
图 4、台式机出货量预测.....	4 -
图 5、笔记本出货量预测.....	4 -
图 6、智能手机出货量预测（百万部）.....	4 -
图 7、平板电脑出货量预测.....	4 -
图 8、全球半导体设备资本支出（亿美元）.....	4 -
图 9、intel、三星、台积电资本支出（亿美元）.....	4 -
图 10、中国半导体行业产值.....	5 -
图 11、中国半导体行业需求.....	5 -
图 12、中国半导体全球占比提升.....	5 -
表 1、全球前 25 大 IC 设计厂商.....	6 -
表 2、国家半导体产业相关政策及事件.....	7 -

1、行业处于上升周期，驱动力从 PC 转向移动互联网

半导体是周期性行业，其增速与全球 GDP 增速相关度很高。大致来看，半导体产业每 4 到 5 年会经历一次周期（硅周期）。从 1990 年到 2010 年，全球半导体产业经历了 4 次周期，分别是 1990 - 1995、1995 - 2000、2000 - 2004、2004-2010，当前，全球经济正处于复苏中，半导体产业也处于从谷底向上的阶段。

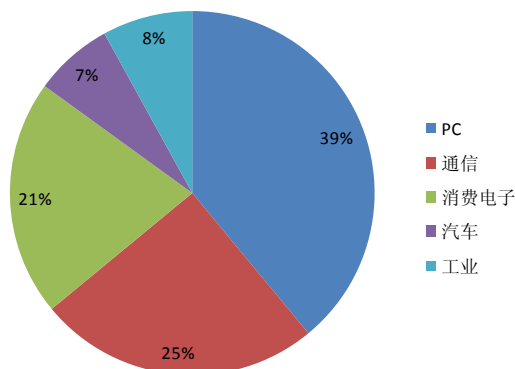
图 1、1990-2017F 半导体行业增速 VS 全球 GDP 增长



数据来源：IC insights、兴业证券研究所

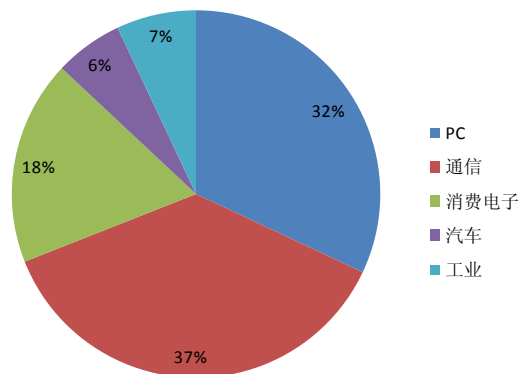
从 2010 年至 2013 年，全球半导体产业规模在 3000 亿美元徘徊，总量没增长但结构发生了很大变化。2008 年 PC 占全球半导体应用的 39%，是第一大应用领域，之后 PC 增长停滞，其占比也不断下降。与之相反，在智能手机带动下，通信芯片占比不断提高。2012 年全球通信芯片市场规模达到 900 亿美元，占比 30%，预计 2014 年达到 1144 亿美元，占比 37%，成为半导体第一大应用市场。半导体产业的驱动力将从 PC 转向移动互联网，智能终端成为拉动半导体增长的最大应用。

图 2、2008 年半导体下游应用结构



数据来源：兴业证券研究所

图 3、2014 年半导体下游应用结构

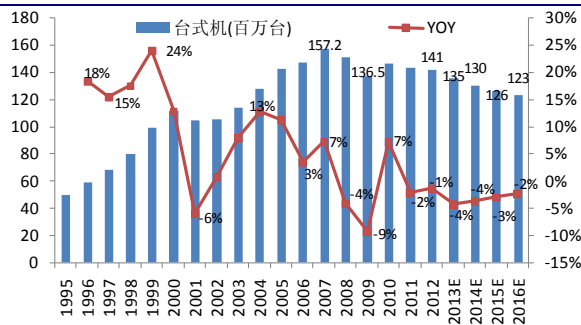


数据来源：兴业证券研究所

行业研究报告

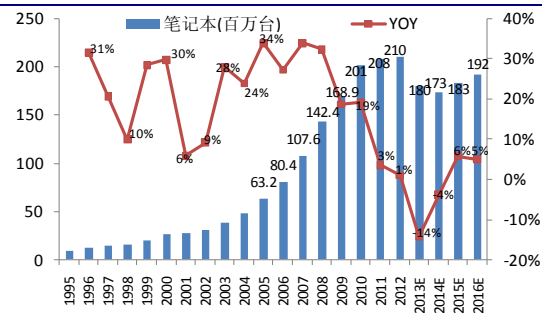


图 4、台式机出货量预测



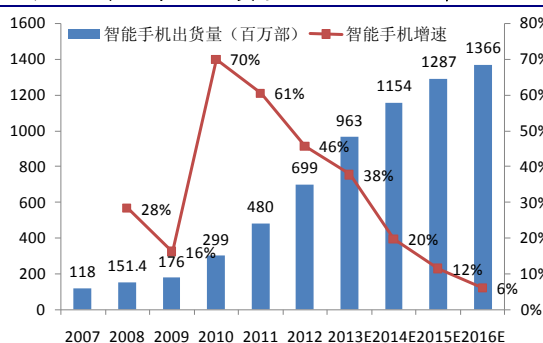
数据来源：兴业证券研究所

图 5、笔记本出货量预测



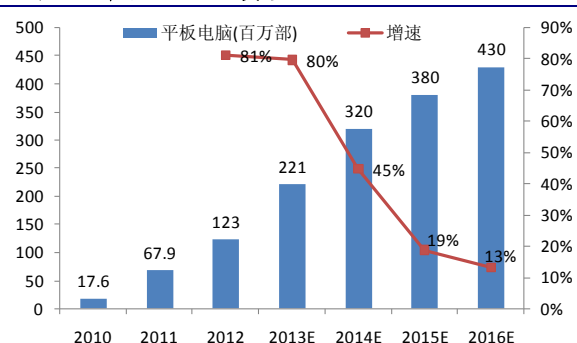
数据来源：兴业证券研究所

图 6、智能手机出货量预测 (百万部)



数据来源：兴业证券研究所

图 7、平板电脑出货量预测



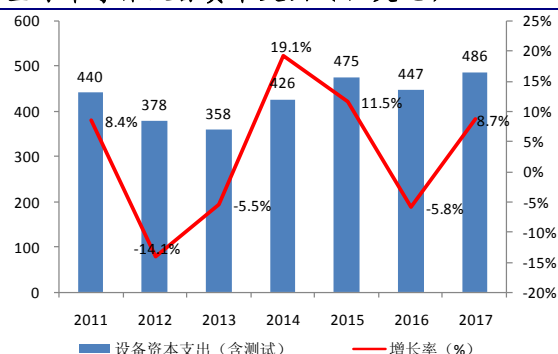
数据来源：兴业证券研究所

2、设备资本支出连续下降，供需形势进一步向好

从供给角度来看，全球半导体设备资本支出 2012 年大幅下滑 14.1%，预计 2013 年仍将继续下滑 5.5%，至 2014 年才出现反弹式增长，这与资本支出滞后行业景气气相关。而产能投放较资本支出滞后 1 年，因此，我们预计到 2015 年行业才会再度出现产能快速扩张的情况。而从需求角度来看，移动终端已逐渐替代衰退的 PC 成为最大下游应用，拉动行业需求稳健增长。另一方面，随着全球经济形势好转，消费电子、汽车、工业等下游应用也会逐步向好。

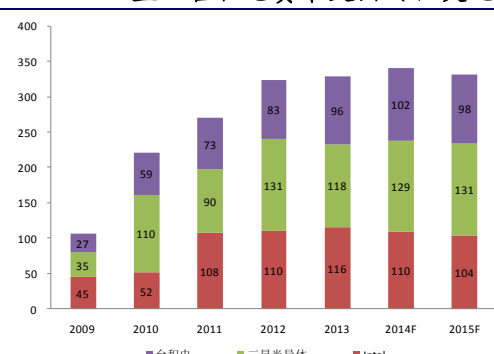
所以对半导体产业而言，2014 年将是需求继续向好，而产能扩张进一步放缓的一年，行业景气度会较今年更好。

图 8、全球半导体设备资本支出 (亿美元)



数据来源：兴业证券研究所

图 9、intel、三星、台积电资本支出 (亿美元)



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

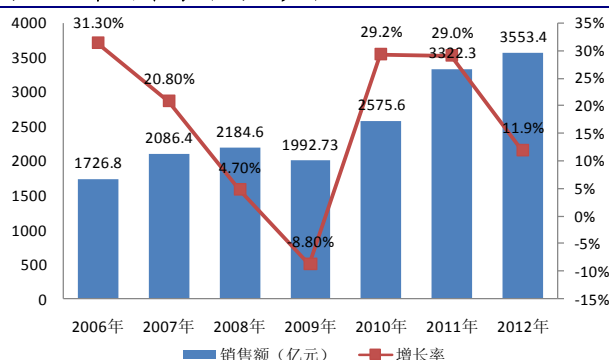
3、进口替代空间巨大，政策支持成为投资催化剂

3.1 国内半导体产业未来进口替代空间巨大

从产值来看，中国半导体产业 2012 年实现销售额 3553 亿人民币（约合 582 亿美元），约占全球半导体产业 20%。而从需求来看，中国是全球最大的半导体消费国，2012 年占全球需求已经过半。国产芯片的供给与市场需求存在着巨大缺口，中国每年半导体芯片进口额超过了原油。

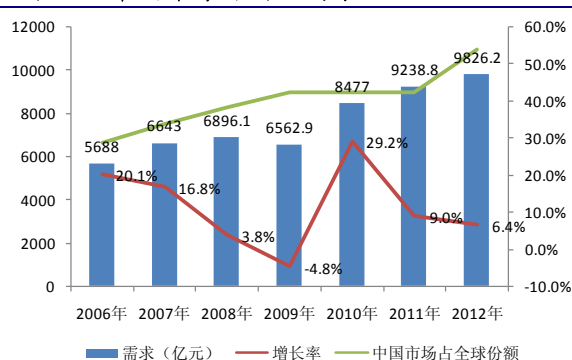
从这个角度看，中国半导体产业还比较弱小，未来进口替代空间巨大，且是大势所趋。

图 10、中国半导体行业产值



数据来源：兴业证券研究所

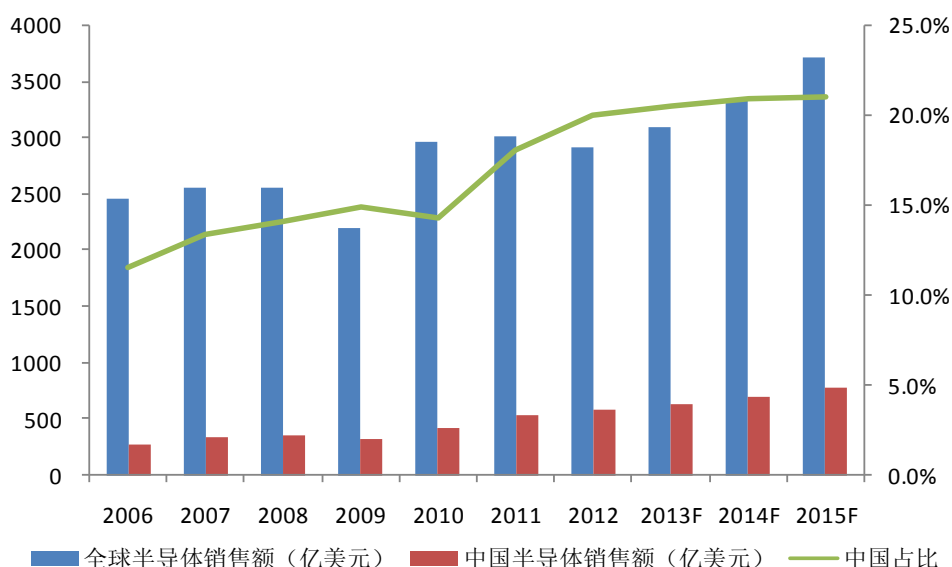
图 11、中国半导体行业需求



数据来源：兴业证券研究所

虽然与日韩台相比，中国半导体产业仍然有相当差距，但其在全球半导体行业中的地位正在提升。中国半导体产值全球占比不断提升，印证了全球半导体产业正在向中国转移。当前，中国已占全球半导体 20% 的份额，且有继续提升的趋势。

图 12、中国半导体全球占比提升



数据来源：CSIA、CCID、IC insights、兴业证券研究所

3.2 国内半导体进口替代的驱动力

我们认为未来一段时间国产芯片进口替代的速度会加快，背后的驱动力是本土品牌崛起、IC 设计厂商崛起以及国内半导体产业技术进步。

1) 本土品牌崛起

以联想、华为、中兴通讯等为代表的国内品牌迅速崛起。在最新的 2013 年 3 季度全球智能手机出货量排名中，华为和联想分列 3、5 名。在 PC 领域，联想的市占率已经超过 HP 位居全球第一。本土品牌的崛起，有利于加快芯片国产化的进程。

2) IC 设计崛起带动产业链

轻晶圆模式兴起的大势之下（详见兴业证券《半导体行业深度报告：中国半导体产业迎来战略机遇期》2010524），IC 设计是带动整个产业链的龙头。虽然与国际大厂仍然差距很大，但近几年来，我国 IC 设计厂商已经取得了巨大进步。华为海思和展讯已经跻身全球前 20 大 IC 设计厂。

表 1、全球前 25 大 IC 设计厂商

2011 Rank	2010 Rank	2009 Rank	Company	Headquarter	2009 (\$M)	2010 (\$M)	% Change	2011 (\$M)	% Change
1	1	1	Qualcomm	US	6409	7204	12%	9910	38%
2	2	3	Broadcom	US	4271	6589	54%	7160	9%
3	3	2	AMD	US	5403	6494	20%	6568	1%
4	6	5	Nvidia	US	3151	3575	13%	3939	10%
5	4	6	Marvell	US	2690	3592	34%	3445	-4%
6	5	4	MediaTek	Taiwan	3500	3590	3%	2969	-17%
7	7	7	Xilinx	US	1699	2311	36%	2269	-2%
8	8	10	Altera	US	1196	1954	63%	2064	6%
9	9	8	LSI Corp	US	1422	1616	14%	2042	26%
10	10	11	Avago	Singapore	858	1187	38%	1341	13%
11	13	12	Mstar	Taiwan	838	1065	27%	1220	15%
12	11	13	Novatek	Taiwan	819	1149	40%	1198	4%
13	15	16	CSR	Europe	601	801	33%	845	5%
14	12	9	ST-Ericsson	Europe	1263	1146	-9%	825	-28%
15	16	15	Realtek	Taiwan	615	706	15%	742	5%
16	17	17	HiSilicon	China	572	652	14%	710	9%
17	27	67	Spreadtrum	China	105	346	230%	674	95%
18	19	19	PMC-Sierra	US	496	635	28%	654	3%
19	18	14	Himax	Taiwan	693	643	-7%	633	-2%
20	21	-	Lantiq	Europe	0	550	N/A	540	-2%
21	33	30	Dialog	Europe	218	297	36%	527	77%
22	22	21	Silicon Labs	US	441	494	12%	492	0%
23	29	20	Megachips	Japan	445	337	-24%	456	35%
24	23	24	Himax	US	254	403	59%	438	9%
25	24	23	SMSC	US	283	397	40%	415	5%
Top 25 Total			-	-	38242	47733	25%	52076	9%

数据来源：IC Insights、兴业证券研究所

3) 国内半导体产业技术进步

- **IC 设计业：**在设计水平上有明显提升，特别是重点企业已开始进入世界主流技术领域，且呈现出 28 nm、40nm、65nm、90 nm，以及 0.11-0.25 微米、0.35-0.5 微米及以上的多代、多重技术并存局面。设计能力在 0.25 微米以下的企业比例已接近 45%。
- **晶圆制造业：**截至到 2012 年，中国集成电路晶圆生产线投入运营的为 56 条，其中 12 英寸芯片生产线已经达到 6 条、8 英寸生产线 15 条、6 英寸生产线 12 条、5 英寸生产线 9 条、4 英寸生产线 14 条。从数量分布上看，目前国内晶圆生产线中 6 英寸及以下生产线虽然仍占据相当比重。但同时 8 英寸生产线数量正在迅速增加，并成为产业的主流。从技术上看，MOS 生产线占了一半以上，Bipolar 和 BiCMOS 所占比重正在不断下降。中芯国际公司也于 2012 年第 4 季度开始量产 40/45 纳米产品。
- **封测业：**10 大封装测试企业的进入门槛已经达到 20 亿元人民币的水平。长电科技 MIS 封装技术实现了对原有 LGA 类基板的替代；同时正在形成 bumping+FC BGA 的一条龙服务优势。南通富士通的高可靠 WLP(WLCSP)封装技术产品已进入高端电子产品市场。苏州晶方及昆山西钛的 TSV 技术及规模已经跻身全球前列。
- **装备制造业：**我国半导体设备业在过去 5 年在自主创新和产业化上有很大成长，尤其是高密度离子刻蚀机、大角度离子注入机、45nm 清洗设备等重要技术装备已经应用于生产。七星电子 300mm 扩散炉经过客户严格测试后，设备已交付客户，并与多家主流半导体集成电路厂商达成供货意向。

3.3 更大力度政策支持有望出台，成为投资催化剂

国家对半导体产业的发展一直相当重视，先后出台了两个大的重要文件（18 号文、新 18 号文），主要在财税、重大专项资金、人才引进等方面给予支持。据悉，后续还将推出力度更大的新政策，将重点在芯片制造、芯片设计、芯片封装和上游生产设备（如晶圆炉）领域展开扶持。新政策的推出将有利于产业整合，资源集中，提升龙头厂商竞争力，是行业投资催化剂。

表 2、国家半导体产业相关政策及事件

时间	事件	内容
2000.6	国务院颁布《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（国发[2000]18 号，后来简称“18 号文件”）	开篇即提到，“在面对加入世界贸易组织（WTO）的形势下，通过制定鼓励政策，加快软件产业和集成电路产业发展，是一项紧迫而长期的任务，意义十分重大。”业内均认为，该政策对中国集成电路的发展起到了相当大的作用。
2011.2	国务院又颁布了《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》，俗称为“新 18 号文”	基本延续了旧 18 号文，但加大了对重大科技专项的资金支持，鼓励和引导社会资金、金融企业向这一行业投入，支持企业进行知识产权专利申请，支持企业引入海外人才。
2013.9	国务院副总理马凯在深圳、杭州、上海调研半导体产业	强调加快推动中国集成电路产业发展是中央作出的战略决策，集成电路产业是信息技术产业的核心，当前到了集成电路发展的关键时期，“一定要坚定信心，下定决心，把集成电路产业搞上去”，

实现集成电路产业跨越式发展。

2013.11 中国半导体行业协会执行副理事长徐小田在中国国际半导体博览会暨高峰论坛新闻发布会上发言 表示：国家在支持集成电路产业发展或有大手笔，新政策力度要远超过“18号文件”

数据来源：兴业证券研究所

目前国家已经确定将出台政策扶持集成电路芯片行业，该计划由工信部主导，目前已经进入攻坚阶段，在四季度方案有望定稿，并送交高层审批，正式发布时间可能稍晚。操作层面上，主要是从国家层面扶持企业加大资金投入。资金扶持的形式上，有可能采取产业投资基金的方式。

本次计划将重点在芯片制造、芯片设计、芯片封装和上游生产设备（如晶圆炉）领域展开扶持；从地域上看，本次计划由上海方面在前期提出，上海作为提案方，有可能获得更多的资源支持，从产业上看，芯片产业是资本和高端劳动力密集型行业，规模较大的上市公司有望受益。

产业界，近期两家纳斯达克上市的 IC 设计厂商展讯和锐迪科相继被紫光收购，业内解读为“海外高科技资产的回归”。紫光集团对于两家国内领先大厂私有化运作可谓业内大动作，应该也得到了国家政策的支持。可以预见，不久的将来国内芯片行业将有新一轮整合并购潮，政策的推动有望使 IC 设计业再上一个台阶。

4、投资策略

从全球行业来看，明年半导体行业周期向上，供求关系进一步改善；从国内环境来看，国家政策大力扶持，半导体产业技术升级，以及国内终端品牌崛起均为推动国内半导体产业长期增长的重要驱动力。明年是中国半导体产业的大年，展讯及锐迪科的回归更注定了是不平凡的一年。我们认为在这轮受益过程中，IC 设计先行，制造、封测同步，设备滞后。

● IC 设计先行

垂直分工模式日益盛行，而 IC 设计是垂直分工模式的核心环节，从周期上来看，是领先环节（前周期）。我们认为 IC 设计将在此轮向上周期中最先受益。同时，在国家推进行业整合，集中资源的导向下，国内 IC 设计领先厂商将是最大的受益者，他们将得到更多的政策及资金支持。我们推荐同方国芯（金融 IC 卡国产化受益者）、北京君正（可穿戴设备芯片国内领头羊）、士兰微（唯一的 IDM 厂，研发平台优势）。同时强烈关注展讯和锐迪科以及紫光收购二者后的动作。

● 制造、封测同步

制造和封测是 IC 设计的下游，从周期上来看，是同步环节（中周期）。随着行业的发展，IC 设计与制造和封测的合作将越来越紧密，以前的代加工方式已经不再适应当前芯片开发的需求。因此，国内 IC 设计崛起，有利于本土制造和封测加深合作，订单转移趋势明显，从而带动全产业链发展。可以看到，国内大厂也在先进制程和封装技术上有了突破，我们推荐华天科技（TSV 技术领先者）、长电科技（MIS 封装技术及 bumping+FC BGA 布局）、通富微电（WLP 技术进入高端

市场)，积极关注中芯国际（H 股，45nm 已量产）。

● 设备滞后

设备是属后周期环节，一般滞后 1 年左右（从大厂设备资本支出滞后行业周期 1 年可以看出）。设备和材料决定工艺、工艺决定性能、性能决定终端，设备的国产化是中国半导体行业的长期大计。当前，我国在半导体设备的某些领域已经实现了进口替代，我们建议关注七星电子、大族激光。

我们继续维持对半导体行业“推荐”评级。今年是复苏之年，明年行业向上趋势不变。加上新政策欲出，国家支持力度空前，行业资源整合在即，明年将是半导体行业大年，重点推荐个股：华天科技、同方国芯、北京君正。

5、风险提示

下游需求低于预期，行业扩张超预期，政策支持力度低于预期。

华天科技（002185）：TSV 技术领先者，应用空间广阔

- **本部封测扩产，高端产品占比提升：**天水及西安基地有序扩产中。西安厂主要从事 BGA、LGA、SIP 等封装，这些高端产品的快速扩张将为明年本部的业绩增长提供保障。
- **优秀的成本管控能力是竞争优势：**从营收上看，公司经过几年的发展，规模已经与通富微电相当，在行业周期波动中仍能逆势增长，体现出稳定的成长性。从毛利率来看，封测厂的毛利率均呈现下降趋势，公司地处西部，拥有低成本、动力成本低的天然优势，在近两年东部地区人力成本上升的大势下，公司的这一优势在毛利率上得到充分体现。从费用率来看，公司的三项费用率在国内也处于较低水平，这也说明公司拥有优秀的成本控制能力。尤其去年三项费用率呈现较为明显的下降，体现公司在费用控制上的注重。
- **阵列摄像头颠覆传统技术，提升估值：**与传统摄像头模组相比，WLC 最突出的特点在于轻薄化。传统摄像头由 10-20 个组件组成，高度 5.2-6.0mm，是限制手机轻薄化的瓶颈环节。而 WLC 仅由简单的 3 个组件组成，高度在 2.7-3.3mm。在标准品且量大的情况下，WLC 的全自动化半导体制造工艺可以体现出低成本优势。WLC 可通过阵列式（如 2*2、4*4）来突破像素瓶颈，实现传统摄像头难以达到的高像素，并结合软件，形成三维透视效果，给用户以超强体验。西钛微在 WLC 产品方面的优势在于全产业链布局。
- **TSV 应用前景广阔：**公司当前 TSV 封装下游产品主要集中于影像传感器。TSV 还可应用于 MEMS、存储器等领域，市场前景广阔。而 iPhone5S 指纹识别芯片采用 TSV 封装，更使其打开了应用空间。立足影像传感器，公司未来可能会在 MEMS、LED 等应用领域有所拓展。
- **盈利预测及投资评级：**当前公司本部封测业务趋势向好，今年稳定增长；西钛微 9 月开始并表，TSV 封装持续扩产，景气度高，今年有望实现高弹性反转。总体上，公司今年高增长无虞，而阵列镜头在高端智能手机中的应用是催化剂。我们看好公司业绩增长及估值双升的潜力，给予 2013-2015 年盈利预测 0.31、0.46、0.59 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，人民币升值压力。

					兴业证券	一致预期	兴业证券	一致预期
会计年度	2009	2010	2011	2012	2013E	2013E	2014E	2014E
营业收入(百万元)	777.4	1,161.2	1,308.9	1,623.2	2600	2574	4150	3809
同比增长(%)	4.7%	49.4%	12.7%	24.0%	60.2%	58.6%	59.6%	48%
净利润(百万元)	77.1	111.9	79.0	121.0	201	206	301	279
同比增长(%)	12.5%	45.0%	-29.4%	53.3%	65.7%	70.4%	50.2%	35%
每股收益(元)	0.119	0.172	0.122	0.186	0.31	0.32	0.46	0.43
每股经营现金流(元)	0.358	0.450	0.336	0.330	0.44	0.28	0.63	0.79
市盈率					38.29	37	25.48	27.5
市净率					4.54		3.97	

北京君正（300223）：可穿戴设备芯片领跑者，受益于新一代智能终端爆发

- **教育电子市场平稳：**教育电子市场出货平稳，我们预计未来亦保持平稳状态，爆发增长或大幅下滑的可能性都不大。国内教育电子市场集中度高，前五大品牌市占率合计 80% 以上。芯片供应商也较为集中，大厂包括君正、全志、瑞芯微等，竞争格局稳定。教育电子由于其产品稳定性要求高于消费电子，供货商体系较为稳定，很难有大的改变，因此，我们认为，公司在教育电子市场的优势将得以保持，此项业务未来保持平稳。
- **低功耗优势突出，在可穿戴设备市场崭露头角：**移动互联网市场爆发，公司的软件生态问题在平板电脑等产品上仍然较为严重，公司根据市场发展及时调整布局，投入重点力量研发智能手表用处理器芯片，成为国内首款智能手表——盛大果壳 GEAK 智能手表芯片供应商，可谓初露头角。由于智能手表对大型游戏等 APP 的应用很少，公司在生态系统方面的问题基本不存在，而其对功耗的要求很高，因此，MIPS 架构功耗低的特点刚好得以发挥。目前公司已经展开第二代智能手表方案的设计评估工作，其低功耗的优势将更加突出，更好的契合可穿戴设备的需求。公司是国内最早在智能手表领域耕耘的 IC 设计公司，也是目前国内唯一一家有成熟产品的公司。起步早、性能领先且均为品牌大客户，未来，有望成为国内可穿戴设备的引领之“芯”。
- **投资评级及盈利预测：**原有教育市场及便携消费电子市场发展平稳，公司未来增长的最大亮点在可穿戴设备。产品低功耗的优势很好的契合了下游需求，加之公司是国内耕耘最早，且产品较为成熟的芯片设计厂商，先发优势明显。因此，有望受益于可穿戴设备，迎来新一轮增长。我们看好公司在可穿戴设备领域的前景，首次覆盖，给予 2013-2015 年 0.29、0.38、0.50 元的盈利预测，“增持”评级。

风险提示：可穿戴设备新品不成熟、市场爆发尚有距离。

	兴业证券		一致预期		兴业证券		一致预期	
会计年度	2009	2010	2011	2012	2013E	2013E	2014E	2014E
营业收入(百万元)	192.23	206.14	168.23	106.93	108	100	148	157
同比增长(%)	32.71%	7.24%	-18.39%	-36.44%	1.0%	-6.48%	37.0%	57.5%
净利润(百万元)	69.89	88.81	64.27	47.88	30	32	39	47.5
同比增长(%)	51.50%	27.08%	-27.64%	-25.50%	-37.8%	-33.16%	31.3%	48.4%
每股收益(元)	0.672	0.854	0.618	0.460	0.29	0.31	0.38	0.46
每股经营现金流(元)	0.53	0.91	0.39	0.34	0.26	0.27	0.20	0.79
市盈率					86.57	80.6	65.92	54.3
市净率					2.38	2.32	2.32	

同方国芯（002049）：国内智能卡 IC 设计龙头，看点在金融 IC 卡和移动支付

- **智能卡 IC 设计龙头，有望受益本次集成电路扶持计划：**中国半导体行业协会执行副理事长徐小田近期表示，国家在支持集成电路产业发展或有大手笔，新政策力度要远超过“18 号文件”。市场预计，新政策将重点在芯片制造、芯片设计、芯片封装和上游生产设备领域展开扶持，有可能采取产业投资基金的方式，将重点支持十余家企业做强做大。公司是国内智能卡 IC 设计龙头有望直接受益。
- **智能通信卡龙头：**Sim 卡全球年出货量 40 亿左右，同方国芯占全球市场接近 10% 的份额，目前全球前 6 大智能卡商中的 5 家都是同方微电子的大客户。同方微电子 2011 年出货 3.5 亿张，2012 年 4.4 亿，2013 年预计可达到 7 亿张水平。2012 年 sim 卡芯片收入 1.32 亿，今年预计可达到 2 亿水平，贡献收入增量 7000 万左右。
- **身份证业务稳定：**公司身份证业务非常稳定，未来基本每年稳定贡献 1.6 亿收入，公司今年在居民健康卡和社保卡上都会有几百万颗左右水平，对今年业绩有一定贡献。
- **金融 IC 卡和移动支付是未来看点：**公司金融 IC 卡芯片正在进行试点，下半年会有一些量，但业绩贡献有限；移动支付方面公司有一定的技术储备，业绩贡献还要静待行业的启动和成长。
- **投资评级：**公司是 A 股智能卡芯片环节优质标的，伴随金融 IC 卡国产替代、居民健康卡的启动、移动支付的到来以及后续多领域智能卡的应用，公司将直接受益，同时国微电子处于快速增长前夕，业绩成长稳定。目前我们对于三个子公司的判断是晶源电子力争业绩不下滑、同方微电子是主要成长动力、国微电子提供想象空间。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.95 元、1.27 元、1.51 元，维持公司“增持”评级。

兴业证券 一致预期 兴业证券 一致预期

会计年度	2009	2010	2011	2012	2013E	2013E	2014E	2014E
营业收入(百万元)	288.9	348.7	287.7	584.6	949	1,030	1449	1,436
同比增长(%)	7.30%	20.70%	-17.50%	103.20%	62.30%	76.24%	52.70%	39.40%
净利润(百万元)	34.1	37.6	30.7	141.3	281	270	377	377
同比增长(%)	11.60%	10.30%	-18.30%	359.70%	98.70%	90.96%	34.40%	39.63%
每股收益(元)	0.112	0.124	0.101	0.466	0.93	0.89	1.24	1.24
每股经营现金流(元)	0.269	0.157	0.279	0.411	0.27	0.95	0.18	0.38
市盈率					53	55.5	39.74	39.74
市净率								

士兰微（600460）：行业景气复苏，成品业务高速增长

- **集成电路业务产品结构调整初现成效，电源控制芯片快速成长：**公司集成电路业务产品包括电源控制芯片、混合信号芯片、MCU（微控制器）和音视频伺服芯片等。其中电源控制芯片是成长最快的电路业务，也是公司优势领域，目前已经成为公司最大电路业务，占比超过 50%。公司的电源控制芯片依托设计、制造一体化的 IDM 模式和特殊的 BCD 工艺平台，将 IC 与 MOS 管整合在一起，为客户提供高性价比解决方案，具有很强竞争优势。
- **器件芯片业务产能利用率大幅提升：**公司分立器件业务分为芯片和成品两大类。分立器件芯片采用 IDM 模式，公司自己设计，并在士兰集成完成制造，包括稳压管、快恢复管、肖特基管等，其中稳压管是公司的优势产品，市占率很高。半导体制造作为重资本制造行业，其产能利用率提升对于产品毛利率边际改善的影响非常显著。下半年在成都基地产能释放后，公司整体产能里将提升至 18 万片/月以上。
- **器件成品为公司创造更高附加值，保持高速增长：**公司 2009 年开始进入分立器件成品市场，主要专注于功率器件市场。近三年发展非常快，每年保持 60% 以上增长。功率器件成品月封装量已达到 2300 万只，下半年有望进一步提升。
- **盈利预测及投资评级：**公司半导体业务在新品上量和产能利用率提升双重因素的拉动下，为业绩增长提供较大弹性。公司作为国内少数半导体 IDM 厂商，正在经历从单纯的芯片供应商向成品厂商转型的过程，未来器件成品、模块、LED 封装器件的出货占比将逐步提升，营收规模将伴随单品价值量大幅提升。公司立足长远开始布局成都半导体制造基地，打造器件、成品的大规模制造中心，提升公司长期竞争力。12 年同期较低的业绩基数给 13 年业绩高增长创造了条件，我们给予公司 2013-2015 年盈利预测为 0.13 元，0.21 元和 0.28 元，维持公司“增持”投资评级。

兴业证券 一致预期 兴业证券 一致预期

会计年度	2009	2010	2011	2012	2013E	2013E	2014E	2014E
营业收入(百万元)	960	1,519	1,546	1,349	1600	1699	2192	2250
同比增长(%)	2.9%	58.2%	1.8%	-12%	18.6%	26%	37.0%	32%
净利润(百万元)	77	256	153	18	110	101	184	152
同比增长(%)	465%	233%	-40%	-88%	499%	454%	67%	50%
每股收益(元)	0.09	0.29	0.18	0.02	0.13	0.11	0.21	0.16
每股经营现金流(元)	0.15	0.35	0.25	0.19	0.27	0.28	0.22	0.80
市盈率					44	55	26	37
市净率					2.68		2.44	

行业研究报告



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033） 传真：010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址：深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503（518048） 传真：0755-82562090					
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。